

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

思摩尔国际 (6969. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

思摩尔国际：十问十答！

2024 年 1 月 15 日

事件：近期公司股价波动较大，悲观情绪核心逻辑在于预计 Hilo 渗透率提升缓慢、HNB 利润贡献较少，估值过高。我们根据近期产业调研反馈，总结了以下十个核心问题。

1、HNB 市场的发展？

2023 年 HNB 市场规模约 320 亿美金、行业增速约 12%。受益于 IQOS 2024 年重返美国（核心产品 iluma 有望 25H2 通过 PMTA），2025 年或将为美国 HNB 发展元年。美国烟民数量为全球第四（仅次于印度、中国、印尼），占全球烟民比例约 5%，具备 HNB 发展基础。目前 PMI 全球新型烟草用户已高达 3650 万人（其中 3080 万人使用 IQOS），我们预计后续 HNB 市场将显著扩容。

2、HNB 是一门什么生意？

HNB 和雾化最大的差别在于 HNB 依然是烟草，外部政策环境多数持支持态度，烟民转化率极高（PMI HNB 转化率 70%以上），消费者粘性很强（口味粘性+烟具更换成本）；阻力在于前期投入比较大（烟具成本），烟民转化需求时间。目前全球渗透率仅约 3.5%（HNB 规模/卷烟规模）（核心市场日本渗透率高达 40%，韩国&东欧部分国家渗透率约 20%），HNB 属于少量巨头竞争的领域，长期天花板高。

3、全球烟草集团的发展策略？

1) 菲莫：坚定无烟社会，预计 2030 年无烟产品收入占比超 2/3（目前占比 38%），IQOS 已覆盖超 90+市场、3000 万+用户；2) 英美：计划 2030 年新型烟草用户达 5000 万，2035 年收入占比达 50%（目前占比约 18%）；3) 日烟：2026 年将 Ploom X 市场范围扩张到 40 家，预计到 2035 年加热烟草产品销量超过 1/2（目前销量占比约 2%）。

4、英美对 Hilo 的态度？

我们预计，思摩尔国际作为英美烟草核心供应商，有望通过整套解决方案方式进入英美 HNB 供应链体系且专利共享，反映英美烟草底层研发缺失和发展 HNB 市场紧迫性。英美早期发展更多依赖雾化，目前 HNB 在全球新型烟草发展中占比持续提高，英美发展 HNB 的战略意义提高。

5、Hilo 产品力如何？

烟草产品体验很难量化评价，但根据我们测评，Hilo 设备重量仅 76 克（较上代轻 16 克），加热速度更快（3s 左右、IQOS ILUMA 大概在 5s 左右）。Hilo 发热方式采取微波/电阻结合，整体发烟量/抽吸感相较于上一代 Glo 显著提升，产品力可对标 ILUMA。此外，IQOS 初代产品出现距今已经 10 年，持续根据消费者反馈优化产品是 HNB 产品优化底层逻辑，烟草是一门 Know-how 的生意，后续 Hilo 产品力也会持续迭代。

6、Hilo 销量假设是多少？

菲莫国际 24 年前三季度销量超 1000 亿支，英美烟草 24 年上半年销量仅 99 亿支；全球市场菲莫和英美的传统烟草体量相似，具备广大消费者和渠道基础，我们认为伴随美国市场放开，英美和菲莫的销量差距有望收敛。我们判断，后续 HILO 烟具销量有望达千万级别，我们预计对应的烟弹体量有望达百亿支级别。

7、Hilo 的收入、盈利假设？

我们初步预计，烟具利润率更接近传统烟具的利润，烟弹价格预计利润率较高。整体预计，25 年贡献主要以烟具收入为主，烟弹预计贡献较少，利润贡献相对有限；26 年烟具、烟弹对于收入、利润贡献均更明显。

8、雾化市场怎么看？

雾化核心变化在于监管思路变化，雾化行业延续渗透率提升、规模增长态势，但非合规市场早期发展猖獗。FDA 近期密集发声，多部门联合执法，对于不合规企业监管持续细化，FDA 进口警示名单可在无需检测或进行实物查验的情况下扣押该产品后续货物。我们预计后续合规市场有望恢复增长，PMTA 审核通过的核心品牌 Vuse、Njoy 均为思摩尔供应，后续雾化市场有望复苏。

9、估值怎么理解？

HNB 相较于雾化长期天花板更高，但成长曲线更为缓慢，我们认为思摩尔在 HNB 产业链的地位和盈利模式相较于雾化并未弱化，且 HNB 产业链相较于雾化更为封闭、产业链更长、壁垒更高，长期政策支持下 HNB 市场发展有望逐步为思摩尔贡献超越雾化的利润，因此当前阶段给予一定估值溢价是合理的。

10、后续主要观察点？

1、日韩市场进入节奏；2、欧洲市场 TBD 节奏；3、美国市场 PMTA 节奏；4、英美定期报告，核心跟踪对于 HNB 市场及 Hilo 产品市场发展反馈及定

位。

盈利预测：预计 2024-2026 年归母净利润分别为 13.4、15.6、25.5 亿元，对应 PE 分别为 54.4X、46.7X、28.6X。

风险提示：全球合规趋严，新型烟草渗透率提升不及预期、竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12145	11168	11880	13076	16606
增长率 YoY %	-12%	-8%	6%	10%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	2510	1645	1342	1562	2551
增长率 YoY%	-53%	-34%	-18%	16%	63%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.27	0.22	0.25	0.41
市盈率 P/E(倍)	27.35	22.62	54.38	46.72	28.61
市净率 P/B(倍)	3.40	1.75	3.21	3.00	2.72

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 1 月 14 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,199	19,571	20,848	22,747	26,270
现金	9,763	5,332	3,209	2,867	3,280
应收账款及票据	2,302	1,888	2,130	2,278	2,935
存货	841	781	862	891	1,095
其他	6,294	11,569	14,648	16,712	18,959
非流动资产	5,161	5,938	6,139	6,163	6,184
固定资产	2,764	3,311	3,438	3,461	3,483
无形资产	526	463	463	463	463
其他	1,870	2,164	2,238	2,238	2,238
资产总计	24,359	25,508	26,988	28,910	32,454
流动负债	3,589	3,566	3,701	4,061	5,055
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,150	1,270	1,286	1,388	1,671
其他	2,439	2,297	2,414	2,673	3,385
非流动负债	393	532	536	536	536
长期债务	0	0	0	0	0
其他	393	532	536	536	536
负债合计	3,982	4,099	4,236	4,597	5,591
普通股股本	424	428	428	428	428
储备	19,969	21,075	22,417	23,979	26,529
归属母公司股东权益	20,377	21,410	22,751	24,313	26,863
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	20,377	21,410	22,751	24,313	26,863
负债和股东权益	24,359	25,508	26,988	28,910	32,454

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	3,193	1,147	1,749	2,482
净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧摊销	222	271	173	177	178
营运资金变动及其他	-2,262	1,276	-367	11	-247
投资活动现金流	-2,424	-7,016	-3,251	-2,071	-2,048
资本支出	-1,695	-1,231	-300	-200	-200
其他投资	-729	-5,785	-2,951	-1,871	-1,848
筹资活动现金流	276	-612	-20	-20	-20
借款增加	2,048	245	0	0	0
普通股增加	-295	-112	0	0	0
已付股利	-1,448	-719	0	0	0
其他	-29	-27	-20	-20	-20
现金净增加额	-1,664	-4,431	-2,123	-342	413

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,145	11,168	11,880	13,076	16,606
其他收入	12	9	0	0	0
营业成本	6,885	6,834	7,291	7,664	9,344
销售费用	388	526	713	889	996
管理费用	1,148	867	808	915	1,129
研发费用	1,372	1,483	1,818	1,961	2,325
财务费用	-388	-490	-380	-140	-123
除税前溢利	2,954	1,937	1,743	1,904	3,073
所得税	444	291	401	343	522
净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551
EBIT	2,566	1,447	1,363	1,764	2,950
EBITDA	2,788	1,718	1,536	1,941	3,128
EPS（元）	0.42	0.27	0.22	0.25	0.41

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-11.71%	-8.04%	6.38%	10.06%	27.00%
归属母公司净利润	-52.52%	-34.47%	-18.44%	16.39%	63.32%
获利能力					
毛利率	43.31%	38.81%	38.63%	41.39%	43.73%
销售净利率	20.67%	14.73%	11.29%	11.94%	15.36%
ROE	12.32%	7.68%	5.90%	6.42%	9.49%
ROIC	10.70%	5.74%	4.61%	5.95%	9.11%
偿债能力					
资产负债率	16.35%	16.07%	15.70%	15.90%	17.23%
净负债比率	-47.91%	-24.91%	-14.10%	-11.79%	-12.21%
流动比率	5.35	5.49	5.63	5.60	5.20
速动比率	5.11	5.27	5.40	5.38	4.98
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.45	0.45	0.47	0.54
应收账款周转率	5.16	5.33	5.91	5.93	6.37
应付账款周转率	6.97	5.65	5.70	5.73	6.11
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.27	0.22	0.25	0.41
每股经营现金流	0.08	0.52	0.19	0.28	0.40
每股净资产	3.35	3.49	3.68	3.93	4.35

研究团队简介

姜文镭，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。